

学校编码：10384

分类号：\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号：200115074

UDC\_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 公司治理视角下的债务融资

Debt Financing in Terms of Corporate Governance

黄 建 洪

指导教师姓名：李常青 副教授

申请学位级别：硕 士

专 业 名 称：工商管理(MBA)

论文提交日期：2004 年 8 月

论文答辩日期：2004 年 9 月

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2004 年 月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2004 年 8 月

公司治理视角下的债务融资

黄建洪

指导教师：李常青副教授

厦门大学

( 20 本 ) 13806021508

厦门大学博硕士论文摘要库

## 内 容 提 要

委托代理理论是现代产权学派中的一个重要分支，该理论以委托代理关系和委托代理成本为基础展开研究，在现代经济理论中占有重要的地位。二十世纪九十年代蓬勃兴起的公司治理研究在吸收了委托代理理论的研究成果的基础上，认为降低代理成本、提高企业价值是现代公司治理的核心。

现代公司治理的实践既表明了公司治理在两权分离情况下的积极作用，也表明了它尚存在着内在的缺陷，这是因为它的一些治理机制在某些情况下无法正常发挥治理效力。因此，引进一些新的治理机制成为迫切的需要。本文总结了现代财务理论中对债务融资治理功能的主要研究成果，认为债务融资可以被看作一种治理机制，它具有公司治理效应，可以发挥治理效力，有助于提高企业价值。本文并以农乐公司的案例来检验债务融资治理机制在现实中的治理效果。

本文共分为五章，简要介绍如下：

第一章：委托代理与公司治理。本章简要介绍现代公司理论中的委托代理理论的一些主要观点。在该学派理论基础上展开的公司治理研究认为：公司治理产生的直接原因是委托代理。

第二章：公司治理机制。本章首先提出现代公司治理机制的框架及其组成，并通过对一些公司治理机制的分析，指出现代公司治理存在着一些内在的缺陷，这些缺陷影响了公司治理效力。

第三章：债务融资治理机制的理论分析。本章在理论层面总结了资本结构理论中对于债务融资治理效应的研究成果，介绍新资本结构理论中的相关学派关于债务融资治理效应的一些学术观点，并在此基础上得出总结性评论，认为债务融资是一种有效的公司治理机制。

第四章：农乐公司的案例。农乐公司由于其股权结构等特殊原因，在许多公司治理机制缺位的困境中，结合自身的特点，配合一些管理措施，引入债务

融资治理机制，以期弥补公司治理机制的缺陷，从而实现降低代理成本、提高经营效率和企业价值的目的。

第五章：结论。在总结分析研究的基础上，提出笔者对于债务融资治理效应的看法、发展债务融资机制的意义以及应用该机制的两个重要前提条件。

本文的研究结论认为，由于债务融资具有减少代理成本、提高经营效率和企业价值的治理功能，因此，将债务融资作为一种治理机制引入公司治理体系中，对于提高公司治理效力有着积极的意义。

关键词：公司治理；债务融资；案例研究

## **Abstract**

Agency Theory is an important branch of modern property theories. The theory based on agency relationship and agency cost stands a significant position in contemporary economic researches. 1990's flourish corporate governance researches absorbed agency theory and then believed that decreasing agency cost and increasing corporate value is the core of corporate governance.

The practices of corporate governance showed not only effective function of corporate governance but also its intrinsic defects caused by some governance mechanisms that can't function well in some occasions. So it is emergent to introduce new governance mechanisms into corporate governance. This paper summaries research of debt financing in capital structure theories and think debt financing is a corporate governance mechanism which can get corporate governance effect and help to improve corporate value. Meanwhile the paper will illustrate the actual governing effect of debt financing with Nongle Co. case.

The paper includes five chapters as follows:

Chapter 1 Agency and corporate governance. This chapter introduces briefly some opinions of agency theory. The corporate governance research based on this theory think that the direct reason of corporate governance is agency.

Chapter 2 Corporate governance mechanisms. This chapter firstly describes the framework and components of modern corporate governance. Subsequently to analyze some governance mechanisms and point out that existing corporate governance bears some defects that affect its efficacy disadvantageously.

Chapter 3 Theoretical analysis for debt financing governance mechanism. This chapter reviews capital structure theory concerning governance property of debt financing, then concludes that debt financing is an effective corporate governance mechanism.

Chapter 4 Case of Nongle Co.. Due to some specific characters, under the dilemma absenting many governance mechanisms, Nongle Co. utilized actual

advantages and some coordinate managerial measurements, employed debt financing mechanism to achieve objects including decreasing agency cost, improving operation efficiency and increasing corporate value.

Chapter 5 Conclusion. On the basis of research, this paper puts forwards its opinion about debt financing, the advantage and two premises for developing debt financing.

In a word, the paper concludes that debt financing should be regarded as a corporate governance mechanism and it can much improve corporate governance.

**Key words:** Corporate Governance; Debt Financing; Case Study

## 目 录

引 言 .....	1
第一章 委托代理与公司治理 .....	3
一、委托代理关系与代理问题.....	3
二、代理成本.....	5
三、委托代理是公司治理产生的直接原因.....	6
第二章 公司治理机制 .....	8
一、公司治理机制框架.....	8
二、公司内部治理机制.....	9
三、公司外部治理机制.....	14
第三章 债务融资治理机制的理论分析 .....	19
一、代理成本说中的债务融资治理效应理论.....	20
二、财务契约论中的债务融资治理效应理论.....	24
三、信号模型理论中的债务融资治理效应理论.....	25
四、产业组织理论中的债务融资治理效应理论.....	26
五、企业治理结构学派中的债务融资治理效应理论.....	26
六、总结性评论：债务融资——一种有效的公司治理机制.....	28
第四章 农乐公司的案例 .....	32
一、公司简介.....	32
二、农乐公司面临的治理困境.....	34
三、债务融资机制——一个因势制宜的选择.....	38
四、配套的管理.....	42
五、实际效果及评价.....	45



第五章 结论 .....	51
一、发展债务融资治理机制的积极意义.....	51
二、应用债务融资治理机制的两个重要前提.....	52
主要参考文献 .....	55
后 记 .....	59

## Contents

<b>Introduction</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Agency and Corporate Governance</b>	<b>3</b>
1.1 Agency Relationship and Agency Problem	3
1.2 Agency Cost	5
1.3 Agency: the Direct Reason of Corporate Governance	6
<b>Chapter 2 Corporate Governance Mechanisms</b>	<b>8</b>
2.1 Framework of Corporate Governance Mechanism	8
2.2 Internal Corporate Governance Mechanism	9
2.3 External Corporate Governance Mechanism	14
<b>Chapter 3 Theoretical Analysis for Debt Financing Governance Mechanism</b>	<b>19</b>
3.1 Debt Financing in Agency Cost Theory	20
3.2 Debt Financing in Financial Contract Theory	24
3.3 Debt Financing in Signaling Model Theory	25
3.4 Debt Financing in Industry Organization Theory	26
3.5 Debt Financing in Corporate Governance Structure Theory	26
3.6 Summary: Debt Financing — An Effective Corporate Governance Mechanism	28
<b>Chapter 4 Case of Nongle Co.</b>	<b>32</b>
4.1 Profile of Nongle Co.	32
4.2 Governance Dilemma facing Nongle Co.	34
4.3 Debt Financing Mechanism—A Suitable Selection	38

4.4 Coordinate Managerial Measurements.....	42
4.5 Results and Appraise.....	45
<b>Chapter 5 Conclusions.....</b>	<b>51</b>
5.1 Significance for Developing Debt Financing Mechanism.....	51
5.2 Two Important Premises for Application to Debt Financing Mechanism.....	52
<b>Reference.....</b>	<b>55</b>
<b>Postscript.....</b>	<b>59</b>

## 引 言

随着企业制度的演进，现代公司的出现，企业所有权和经营权的分离，委托代理问题变得很普遍。如何解决委托代理问题，实现代理成本最小化、企业价值最大化，是公司治理产生的直接原因。

公司治理机制可以分为公司内部治理机制和公司外部治理机制。前者是基于公司法人治理机构基础上的治理，是通过由股东会、董事会、监事会和经理人员组成的组织结构来实现权利配置、制衡、激励、约束和协调的功能；后者包括资本市场机制、经理市场机制、产品市场机制和机构投资者机制等，它们与前者的结合可以更加有效地解决公司治理的问题。实践表明，公司治理在降低代理成本、提高企业价值方面发挥了很大的作用，各种治理机制都具有相应的治理机能，但是又都存在着无法避免的弱点，这些弱点影响了公司治理的效力，近年来 Enron、Global Crossing、Xerox 等世界级大公司的丑闻就充分说明目前的公司治理尚存在隐藏于深处的缺陷。

有鉴于此，考虑到债务的一些特点，将其引入公司治理从而改变融资结构将十分有益于提高公司治理的有效性。张维迎（1999）认为，融资结构是公司治理机制最重要的一个方面，公司治理的有效性在很大程度上取决于融资结构。Hart（1996）甚至认为，给予经营者以控制权或激励并不重要，至关重要的问题可能是要设计出合理的融资结构，限制经营者以投资者的利益为代价，追求他们自己目标的能力。

本文研究了现代财务学主流学派关于资本结构的理论，在此基础上，总结了其中一些学派对于债务融资的治理功能的有关理论，发现债务融资不仅仅是一种融资工具，在现代公司治理中，它还发挥着重要的治理效力，可以有效地弥补其它公司治理机制的缺陷。

现实世界中的真实案例可以进一步证实正确的债务融资对公司治理的积极意义。本文以农乐公司为案例，分析该公司如何在结合其自身公司治理特点的基础上，使用高比例的债务融资，以期达到实现有效治理的目的。农乐公司案例中的债务融资是否会取得令人满意的效果呢？

## 第一章 委托代理与公司治理

英国的古典经济学家 Adam Smith (1776) 写过这么一段名言：“在钱财的处理上，股份公司的董事为他人尽力，而私人合伙公司的伙员，则纯是为自己打算。所以，要想股份公司董事们监视钱财用途，象私人合伙公司伙员那样用意周到，那是很难做到的。有如富家管事一样，他们往往设想，着意小节，殊非主人的光荣，一切小的计算，因此就抛置不顾了。这样，疏忽和浪费，常为股份公司业务经营上多少难免的弊窦。”<sup>1</sup>这段话表达了他对于股份公司委托关系极富远见的忧虑。在二十世纪，众多的经济学者对这个问题做了深入的研究，并取得了丰硕的成果。

### 一、委托代理关系与代理问题

Jensen 和 Meckling (1976) 将委托代理关系定义为一种合同，在这个合同的约束下，一个人或多个人（委托人）委托其他人（代理人）根据委托人的利益从事某些活动，并相应地授予代理人某些决策权。所以，委托代理关系的实质是一种经济利益上的契约关系。

委托代理关系之所以产生，主要有以下四个原因：

#### （一）所有权和控制权的分离

随着社会经济的发展，现代企业生产经营的社会化、规模化和多样化需要以发行股票的方式筹集大量的资金，而这笔巨额资金是由众多分散的股东投资，从而出现了众多的投资主体。然而这些分散的股东不可能都对企业直接进行生产经营活动，只得通过代理契约，把企业的经营管理权委托给公司董事会和经理。这就是所有权和控制权的分离。这种分离是必然的，因为每个投资者都想

---

<sup>1</sup> Adam · Smith：《国民财富的性质和原因的分析》，商务印书馆，1997 年版，下卷第 303 页。

行使支配权是不现实的，与其大家都坚持财产支配权，发生意见分歧和决策迟缓，导致企业经营失败或企业破产，不如大家都放弃直接支配权，而将经营管理权委托给专门人才。所以，所有权和控制权的分离是委托代理关系产生的重要前提。

### （二）不确定性与分散投资风险

在市场经济条件下，存在着大量的不确定性。只要存在着不确定性，就一定存在着风险。正是因为如此，作为投资者的股东绝对不会把所有的鸡蛋放在同一个篮子里，而是会把资金分别投向不同的企业或公司，力求在分散投资风险中获得收益最大化，这样就使投资者没有时间和精力，也没有能力去直接经营管理其投在各个分散公司的资产，因此只能把经营管理权委托给有才能的经理人员或代理人去执行。

### （三）科层组织结构中的信息不对称

随着企业组织的演进，越来越多地出现法约尔（Henri Fayol）所说的科层组织。在这一科层组织结构中，形成了两大基本权力系统：决策权力系统和执行权力系统。在不同的层级上，各行为主体均具有不同的信息优势和信息劣势。相对而言，处于较低层次的行为主体由于他们处于直接生产经营活动的第一线，一般具有较充分的信息优势；而处于高层级的人员则处于相对的信息劣势，对下层缺乏了解。如果上层要对下层进行调查，则免不了走马观花；如果要下层对上层逐级汇报，要么可能出现由于“时滞”等原因而导致信息失真，要么下层可能对信息进行加工处理从而导致信息扭曲。在这种信息不对称的情况下，如果让掌握信息不充分的上层亲自执行决策，而让掌握充分信息并具有信息优势的下层丧失自主权和积极性，那么就容易导致决策失误。因此，上层人员通过代理契约把一些权利下放不失为一种明智的选择。

#### （四）有限理性与个人能力的约束

由于人类的理性是有限的，这就决定了个人不可能成为全知全能者。而在人与人之间，存在禀赋的差别、知识积累的不同和偏好的不一致，由此产生了各个经济主体对某一技能的掌握存在熟练程度的不同以及对某一财产权利的依附也存在实现强度的差异。加上人力资本的专用性，会存在相对比较优势。在一个资源稀缺的经济环境中，当委托人把企业经营管理权委托给代理人，委托人所得收益达到他满意的水平的前提下，那么经济当事人双方就会在一个交易中共同获利，委托代理关系便自然而然地产生。

由于委托人和代理人具有各自不同的目标函数，加上存在不确定性、信息的不对称性和契约的不完备性，代理人有可能偏离委托人的目标函数而委托人又难以观察并监督，这样就会出现代理人损害委托人利益的现象，这就是所谓的代理问题。

在委托代理关系中，代理问题具体表现为以下两种基本类型：一是逆向选择（adverse selection）；二是道德风险问题（moral hazard）。所谓的逆向选择，就是在建立委托代理关系之前，代理人就事先掌握了一些委托人所不知道的信息，代理人可以利用这一信息优势签订对自己有利的契约。道德风险则是指在签订契约之后，代理人在信息不对称的情况下，通过隐藏信息、私下行动谋求自身利益的最大化，这些行为不利于委托人的利益。

## 二、代理成本

只要存在着委托代理关系，就不可避免会发生代理成本。“无论是委托人还是代理人，他们的目标都是为了达到各自的效用最大化。如果两人的效用函数不一样，那就很难保证代理人的每一行为会完全是从委托人的最优利益出发。”<sup>2</sup>为了保证代理人的行为不会偏离委托人的利益或不会采取损害委托人利益的行为，代理成本的产生就在所难免，而代理成本会减少企业价值。

<sup>2</sup> 沈艺峰：《资本结构理论史》，经济科学出版社，1999年，第208-209页。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库